

Focus Area euro

BCE: rialzo di 50pb e retorica ancora aggressiva alla prossima riunione

30 gennaio 2023

Il 2 febbraio la BCE attuerà un nuovo rialzo di 50pb dei tassi ufficiali. Non si possono escludere modifiche all'indirizzo sui tassi, dato che un nuovo rallentamento dei rialzi ci sembra probabile a maggio. In aggiunta, il Consiglio annuncerà i dettagli operativi della riduzione del portafoglio APP, che già sappiamo inizierà a marzo, al ritmo medio di 15 miliardi di euro mensili.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Alla riunione di politica monetaria del 2 febbraio è scontato un rialzo dei tassi ufficiali di 50 punti base, che porterà il tasso sui depositi al 2,50%.

Luca Mezzomo
Economista

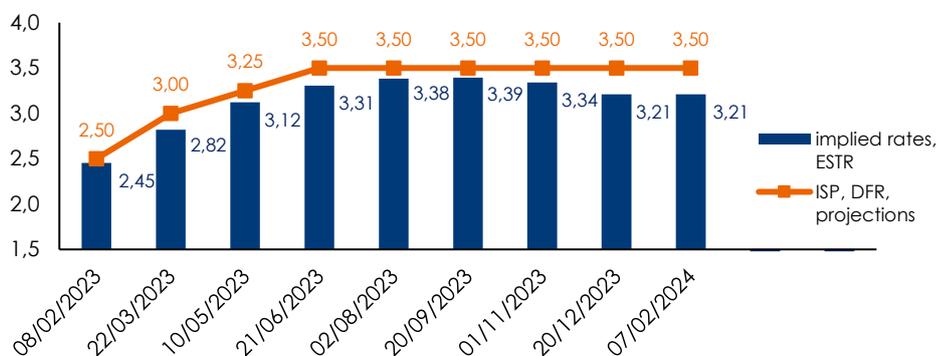
La BCE ha promesso di comunicare in questa occasione anche i dettagli operativi del suo *quantitative tightening*: ci attendiamo una riduzione bilanciata dei portafogli, ma con margini di flessibilità nel breve periodo.

Riguardo all'indirizzo sui tassi, il Consiglio è diviso tra chi prospetta aumenti dei tassi aggressivi anche nei prossimi mesi, e chi ritiene che sia arrivato il momento di adottare un passo più lento.

Ci sono ragioni sempre più valide a favore di un rallentamento nella velocità dei rialzi, in attesa di osservare la reazione dell'economia reale a questa prima fase della restrizione, e dell'inflazione al calo del prezzo del gas avvenuto negli ultimi mesi.

Tuttavia, potrebbero ancora prevalere le esigenze di contrastare un intempestivo allentamento delle condizioni finanziarie trainato da premature aspettative di riduzione dei tassi.

I mercati scontano al 100% un rialzo dei tassi di almeno 50pb questa settimana



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo e tassi impliciti nel mercato OIS. Le date in ascissa si riferiscono a quando la variazione dei tassi ha effetto

Il 2 febbraio ci attendiamo che la BCE annunci un nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 50 punti base, che porterà il tasso sui depositi (DFR) a 2,5% e il tasso refi a 3,0%.

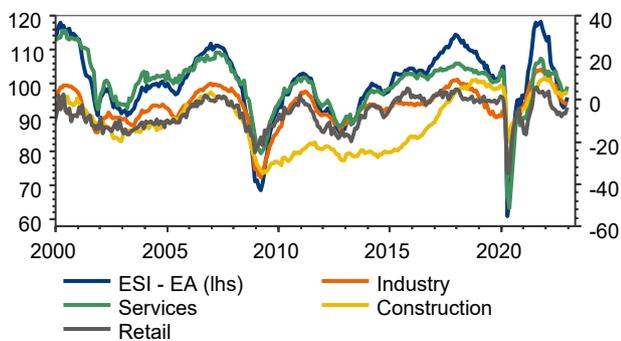
Un rialzo di 50pb dei tassi ufficiali è del tutto scontato

La mossa è stata largamente anticipata a dicembre, quando il comunicato aveva indicato che i tassi sarebbero saliti ancora in modo significativo e regolare, ed è quasi unanimemente attesa da analisti e mercati. Il mercato degli OIS sconta una mossa di 50pb all'80%, con l'alternativa di 75pb al 20%.

Anche se a dicembre diversi membri del Consiglio direttivo avevano appoggiato una mossa più ampia (75pb), non ci sono motivi per pensare a un'accelerazione dei rialzi in questa occasione. D'altro canto, l'andamento dei dati non giustifica neppure una minore restrizione monetaria, considerando le indicazioni piuttosto decise fornite dalla presidente Lagarde: il rallentamento dell'attività economica a fine 2022 è stato meno intenso del previsto, e le indagini congiunturali (grazie anche al netto calo dei prezzi del gas) appaiono in miglioramento. La dinamica del credito, sebbene molto indebolitasi a dicembre, pare riflettere più interventi a tantum di riduzione delle esposizioni da parte delle banche di alcuni paesi, fra i quali Italia e Olanda, che gli effetti del rialzo dei tassi.

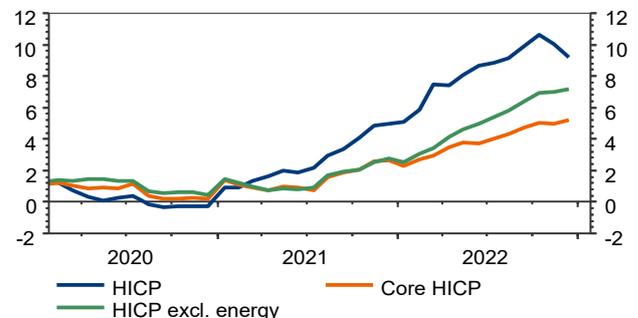
Sul fronte dei prezzi, il calo dell'inflazione ha riguardato soltanto i prezzi dell'energia; al contrario, l'inflazione core è ulteriormente accelerata al 6,9% a/a, e le sue variazioni mensili sono ancora di 2-3 decimi superiori a un anno prima. Con il prezzo del gas tornato ai livelli precedenti lo scoppio della guerra, potremmo osservare nei prossimi mesi un maggiore raffreddamento dei prezzi dei beni rispetto a quanto atteso in precedenza, ma ciò inciderà più sull'esito delle riunioni di marzo e maggio che su quella attuale.

Il clima di fiducia delle imprese sta migliorando



Fonte: Commissione Europea

Il calo dell'inflazione è già avviato, ma per la svolta dell'indice core bisognerà attendere ancora qualche mese



Fonte: Eurostat. Nota: variazioni % a/a.

Riduzione dei reinvestimenti: in arrivo i dettagli operativi

Il secondo annuncio di politica monetaria atteso a questa riunione riguarda la riduzione del portafoglio APP: il Consiglio direttivo ne aveva già dichiarate la dimensione (15 miliardi di euro al mese, in media, fino a giugno) e la decorrenza (inizio marzo), ma aveva altresì rinviato a febbraio la definizione di altri dettagli operativi.

Ci aspettiamo che la riduzione del portafoglio sarà tendenzialmente uniforme tra asset class e giurisdizioni, anche se l'esecuzione manterrà i margini di flessibilità necessari per assecondare le differenze nel profilo di scadenze.

Riduzione dei reinvestimenti APP: sarà proporzionale, ma con la flessibilità richiesta da un calendario di scadenze non omogeneo

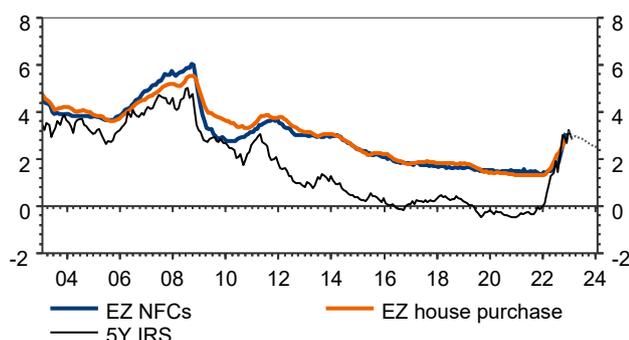
L'indirizzo sui tassi potrebbe risentire della necessità di non incoraggiare premature aspettative di allentamento

Il Consiglio è stato piuttosto compatto nel segnalare un rialzo dei tassi di 50pb a febbraio. Invece, le opinioni sono più divergenti riguardo alla dimensione del rialzo dei tassi di marzo. Più che la necessità di alzare i tassi ufficiali, che non è in discussione, il nodo del contendere riguarda l'opportunità di continuare con un approccio meccanico di rialzi rapidi, e quindi di fornire un indirizzo rigido sul futuro prossimo, in alternativa a una strategia di restrizione più graduale, flessibile e associata a una guidance più limitata.

- Da una parte, un gruppo di governatori nazionali che include anche Nagel (Germania) e Knot (Olanda), nonché la presidente Lagarde, sembrano dare per scontato un rialzo di mezzo punto anche in marzo; inoltre, sono propensi a comunicare che i rialzi dei tassi continueranno anche successivamente, e in misura significativa. Questa posizione potrebbe anche essere motivata dall'intenzione di evitare un intempestivo allentamento delle condizioni finanziarie, che indebolirebbe la trasmissione della politica monetaria.
- Altri, come Fabio Panetta, hanno sottolineato che l'approccio "riunione per riunione" indotto dall'incertezza di scenario suggerirebbe di non sbilanciarsi sulle riunioni seguenti; soprattutto perché la riunione di marzo è quella in cui vengono discusse e pubblicate le nuove proiezioni dello staff. La tesi gradualista, che sembra sostenuta anche dal governatore di Banca d'Italia, Visco, dal portoghese Centeno e dal greco Stournaras, è ragionevole anche alla luce dei ritardi con i quali le misure di politica monetaria si riflettono sull'economia reale. Nella sua intervista a Bloomberg del 18 gennaio, pure il governatore di Banque de France, Villeroy de Galhau, aveva detto che occorre essere "pragmatici" sui tassi e che la velocità dei rialzi sta diventando ora meno importante.

Nonostante le argomentazioni a favore di una restrizione più graduale appaiano ormai più convincenti, il Consiglio direttivo potrebbe ugualmente decidere di ribadire l'indicazione che i tassi dovranno salire ancora in modo significativo nei prossimi mesi, nel tentativo di evitare che le aspettative di mercato si abbassino troppo presto.

L'indice BCE di costo medio dei finanziamenti è tornato ai livelli di un decennio fa, in termini nominali



Nota: NFCs=imprese non finanziarie; il grafico riporta anche le nostre proiezioni per il tasso IRS quinquennale. Fonte: BCE

L'esigenza sembra meno pronunciata rispetto a dicembre. I tassi reali a lungo termine sono ormai solidamente in territorio positivo (0,5-0,6%), il mercato OIS comunque sconta in questi giorni un tasso di arrivo fra 3,25 e 3,50%. Inoltre, i tassi sul credito alle imprese sono saliti di 160pb rispetto a un anno fa e il cambio effettivo dell'euro si è rafforzato del 4,9% da luglio. La dinamica del credito è notevolmente rallentata per un sommarsi di restrizione monetaria e interventi della supervisione bancaria. Tuttavia, indebolire l'indirizzo sui tassi a febbraio potrebbe abbattere le aspettative sulla prossima riunione, riproponendo immediatamente il problema e obbligando la BCE a correggere le aspettative dopo la riunione. Che sia il 16 marzo o piuttosto il 4 maggio, però, riteniamo che nei prossimi mesi il passo dei rialzi sarà sicuramente ridotto.

Ci sarebbero buoni motivi per rallentare ancora la velocità dei rialzi, nei prossimi mesi...

...ma il Consiglio potrebbe temere che i mercati scontino troppo presto una pausa

Il flusso netto di nuovo credito alle imprese si è arrestato, e rallenta anche quello alle famiglie



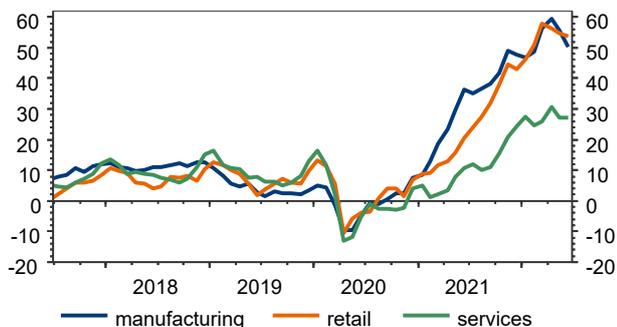
Nota: NFCs=imprese non finanziarie. Fonte: BCE

Le nostre previsioni sono invariate: livello terminale dei tassi a 3,50%

Nei prossimi mesi, pensiamo che saranno cruciali per le decisioni di politica monetaria: la risposta dei prezzi dei beni al calo del prezzo del gas naturale, l'andamento dei salari e dei prezzi dei servizi non-energetici e l'intensità del rallentamento delle componenti della domanda sensibili ai tassi di interesse. Per ora, la BCE ha ancora ottimi motivi per ritenere necessaria una politica monetaria restrittiva, che freni la domanda interna: i segnali di raffreddamento dell'inflazione restano embrionali. Inoltre, i mercati non paiono credere ancora a un pieno rientro dell'inflazione all'obiettivo BCE, anche se parte dell'inflazione implicita potrebbe riflettere un premio per il rischio maggiore che in passato, dovuto alla maggiore incertezza dello scenario.

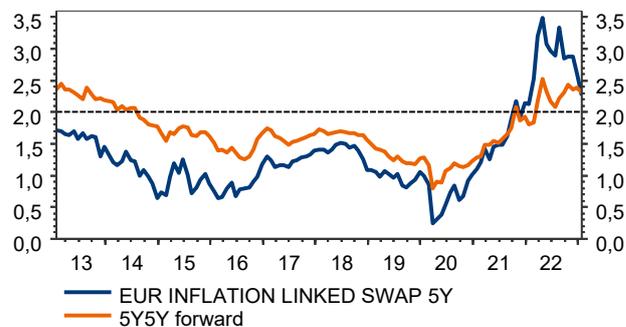
Manteniamo la previsione di ulteriori 100pb di rialzo dei tassi ufficiali dopo quello di 50pb atteso la prossima settimana, ipotizzando che a marzo si continui con 50pb ma che da maggio, di fronte all'evidenza di un calo ad ampio raggio delle misure di inflazione e di segnali più netti di rallentamento delle componenti della domanda sensibili ai tassi, i rialzi divengano di soli 25pb.

Le intenzioni delle imprese sui prezzi restano coerenti con un'inflazione ancora elevata, nei prossimi mesi



Fonte: Commissione Europea

L'inflazione implicita nei mercati resta sopra l'obiettivo BCE



Fonte: Refinitiv

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Lorenzo Biagioli
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com